

中国におけるシャドーバンキング

ー BIS 規制、金融政策、証券市場の銀行行動に与える影響についてー

古 島 義 雄¹

概要

公表された数値から推計すると、銀行が直接あるいは与信者として関与するシャドーバンキングの規模は 10～20 兆元であり、15 兆元とすると GDP の 29%、預金の 16% である。シャドーバンキング拡大の第 1 の背景は 2004 年から法律が整備され、2007 年に導入された自己資本比率規制、BIS 規制にある。第 2 は、金融政策であり、人民元の為替レートを米ドルに実質的に固定する為替政策によって、介入額が大幅に増加し、その財源を準備預金に頼ってきた結果、高率の預金準備を回避するためにも、オフバランス取引が選好された。第 3 は、資本市場の不振であり、2007 年に株価はピークを付けた後、株式の新規発行はほとんど不可能となった。一方、リーマンショック以降の景気刺激策として、地方政府の財政出動が行われ、その資金調達の多くが銀行借り入れによるものと推測される。かくして、すべての当事者にとってオフバランスとすることが有利となり、通常の銀行業務をオフバランス化した結果、シャドーバンキングが急増してきたと推測される。

キーワード：シャドーバンキング、BIS 規制、人民元の為替レート、中国の銀行、
中国の証券市場

はじめに

中国の金融市場は、計画経済下でのモノバンク制度²のもとで限られた機能しかもっていなかったが、改革開放路線の開始後、急速に発展し、その規模は、所得レベルに比べて極めて大きく、同じく計画経済から出発したロシアが、依然として見劣りする銀行市場・金融市場しか有しないことと比較すると好対照となっている〔古島 (2012) pp.180-184〕。

しかしながら、最近中国金融市場のマイナス面としてシャドーバンキング³が脚光を浴びるよ

¹ 福山大学経済学部教授 E-mail: kojima@fuec.fukuyama-u.ac.jp

² Mono-bank system、中国語では単一銀行体制。例外はあるにせよ、1958 年以降中国人民銀行がすべての銀行業務を行っていた。

³ シャドーバンキングは英語では shadow banking であり、発音を正確にカタカナにし、また 2 文字であることを明確にするには、シャドウ・バンキングとするのが正しいと思うが、一例を除いてシャドーバンキングと表示されるのが通例であるので、本論文でもそれに従った。なお、中国語では、影子銀行とよぶ。

うになった。拡大する格差や、深刻さを増す公害、行き過ぎたインフラ投資、不動産バブルとその崩壊など中国経済のマイナス面が大きく報道されるようになり、金融市場でもなんらかの問題があるのではと懸念される中、シャドーバンキングが注目されることとなったと思われる。

しかしながら、マスコミなどで大きく報道されている割には、そもそも中国におけるシャドーバンキングとはなにか、なぜそうした分野が急速に伸びてきたのか、それをどう評価すべきかなどについて、必ずしも学術的見地からの検討が進んでいるとは思えない。以下次のような構成で、これらの点を明らかにしていく。

1 のシャドーバンキングのマクロ経済的背景ーリーマンショック以降の中国経済ーでは、リーマンショックに対応するために、中国がとってきた経済政策・運営を概観し、シャドーバンキングの背景となっている実体経済についての基礎的な理解を深める。2 の中国におけるシャドーバンキングの実態では、シャドーバンキングの定義と中国におけるシャドーバンキングの実態を明らかにする。3 の中国におけるシャドーバンキングの背景では、2007 年の BIS 規制導入、実質的対米ドル固定相場制、投機的な株式市場などがどのように銀行行動に影響を与え、シャドーバンキングの背景となってきたかを考察する。4 の銀行行動の変容では、こうした外部要因に対応した銀行行動の変化を分析する。5 は展望と結論である。

1 シャドーバンキングのマクロ経済的背景ーリーマンショック以降の中国経済ー

よく知られているように中国の高度成長は、高貯蓄・高投資とそれによって増加した生産能力による製品の販路としての高輸出によって実現されてきた〔古島(2012) pp.184-191 などを参照〕。しかし、2008 年のリーマンショックにより、中国の主要輸出先である米国、欧州の景気は低迷し、輸出依存度の高い中国経済は大きく影響を受けることとなった。世界的な規模での景気低迷に対処するため、4 兆元と言われる財政出動が行われ、経済成長における輸出の役割が滴下し、投資

表 1 中国の名目国内総生産（支出面の対 GDP 比）

（単位：％）

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
最終消費	61.4	59.6	56.9	54.4	53.0	50.8
資本形成	36.5	37.8	41.0	43.0	41.5	41.7
純輸出	2.1	2.6	2.2	2.6	5.4	7.5
支出国内総生産	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
最終消費	49.6	48.6	48.5	48.2	49.1	49.5
資本形成	41.6	43.8	47.2	48.1	48.3	47.8
純輸出	8.8	7.7	4.3	3.7	2.6	2.7
支出国内総生産	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所）『中国統計年鑑』に基づき作成。

なかんずく中央政府、地方政府によるインフラ投資など財政支出の役割が増加した。

この結果、表1のとおり中国経済は輸出主導ではなくなり、投資のウエイトが以前よりさらに増した投資主導型経済となった。

このことは、中国経済にとってどのような意味を持つのであろうか。古島(2012)で論じたように、消費を抑制して投資主導経済を続けるためには、国内に最終需要が期待できないので、外需が伸び続けていくことが前提で、そうした前提がリーマンショックによって崩れてしまったのが経済構造転換に伴う第1の問題である。

輸出に多くを依存する民間企業が投資の主体であるとは考えられず、投資の多くは、公共部門(インフラ投資や公的企業の設備投資)であると思われ、特に地方政府が関与する案件が多いと伝えられている。例えば、三浦・佐野(2013)は、シャドーバンキングの背景として、リーマンショック後実施された4兆元の景気刺激策をあげ、うち3兆元は地方における銀行借り入れによって調達され、これによって地方ではインフラ整備や都市開発が加速したが、投資効率が低下したとする。さらに公共性を伴うゆえに、便益がすべて開発主体に還元されず、市場利子率での借り入れを行うことはそもそも無理であった可能性がある。これが構造転換に伴う第2の問題である。

なお、表2は、農家を除く投資の管理部門別内訳であるが、もともと高かった地方政府の割合がリーマンショック以降さらに上昇していることが分かる。

表2 管理部門別投資

(単位:億元)¹

	中央政府	割合(%)	地方政府	割合(%)	投資全体
2007年	13165	11.2	104299	88.8	117464
2008年	17172	11.5	131565	88.5	148737
2009年	20697	10.7	173223	89.3	193920
2010年	22790	9.4	218640	90.6	241430
2011年	21797	7.2	280598	92.8	302395
2012年	23763	6.5	341090	93.5	364853

(出所)『中国統計年鑑』に基づき作成

第3の問題は、リーマンショック以降も2008年10.1%、2009年8.3%、2010年10.2%、2011年8.7%、2012年8.1%と高い実質成長率を維持し、家計の可処分所得・貯蓄も順調に伸びており、公共部門・企業部門の投資が、税収によらず企業部門・家計部門からの借り入れなどによって調達されていることである。表3は、農家を除いた固定資産投資の資金調達源の割合であり、2012年と2007年を比較すると10兆1757億元から39兆9833億元と大幅な増加を示しているが、財政資金による割合は、ほとんど変化がなく、自力調達の割合が10%以上増加し、資金

¹ 表2と表3は統計上不突合である。

調達額の 2012 年で 67.2% を占めるに至っている。自力調達は、内部留保などの自己資金を含むが、後述する省政府や国有企業の財務公司などの融資平台⁵ による調達が大幅に増えていることをうかがわせる。

表 3 固定資産投資の資金調達源

(単位：%)

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
財政資金	4.4	4.2	4.7	5.3	4.8	4.4	4.7
国内借入	18.5	16.9	16.1	17.2	16.5	13.7	12.8
外資	3.7	3.5	3.0	1.8	1.6	1.5	1.1
自力調達	55.6	57.0	61.7	58.3	60.7	65.6	67.2
その他	17.8	18.4	14.6	17.4	16.4	14.9	14.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所)『中国統計年鑑』に基づき作成

2 中国におけるシャドーバンキングの実態

2.1 シャドーバンキングとは

シャドーバンキングのネーミングは資産運用会社 PIMCO の役員であるマッカリー氏が付けたとされる。McClulley (2007) によれば、それは、ノンバンク投資への資金ルート、調達手段、仕組みのすべてをさす。銀行のように預金保険で守られておらず、FED (連邦準備制度) のディスカウント・ウインドーによる資金供給も受けられないので、取り付けに対して脆弱であるとされる。その後のリーマンショックと欧米の金融危機によって、広くこの言葉が使われるようになった。したがって、もともとの意味は、①預金保険によって守られていない、②中央銀行の金融支援が受けられない、③したがって取り付けに対して脆弱であるような金融商品や仕組みを指す。一連の危機の発端となったサブプライムローの証券化や CDS (Credit Debt Swap) などは、この典型であろう。

シャドーバンキングについてのいくつかの先行研究を紹介すると、Adrian and Shin (2009) は、シャドーバンキングは、資産の証券化と銀行業務と資本市場との統合によって発展してきた。証券化は本来リスクを負担できる主体に転嫁することであるが、結果的には銀行や金融仲介機関が相互に証券を購入することによるレベレッジ効果によって、金融システム全体の脆弱性を増す結果となってしまった。米国では信用 (Credit) の供与において銀行よりも資本市場のほうが重要となってしまったとシャドーバンキングのマイナス点を指摘する。Pozsar et al. (2013) も、シャドーバンクとは、満期、信用力、流動性を転換する機能を果たす金融機関であるが、中央銀行が

⁵ 平台とは、場所あるいは仕組みなどの意味で、融資平台とは地方政府や企業が財務公司などの形で財務部門を独立させ、自己のための資金調達や余裕資金の運用を図るメカニズムを指す。

らの流動性の供与や公的機関の信用保証が得られない金融機関を指し、これらの金融機関は、金融危機の前には、資産価格の上昇や信用の拡大に貢献したが、危機によってその脆弱性が明らかになったとする。

Adrian and Ashcraft (2012) は、シャドーバンキングシステムは、直接、あるいは明示的な公的なバックアップへのアクセスを欠いたまま信用、満期、流動性を転換することに特化した金融機関からなる。政府の流動性あるいは信用のバックアップがないために脆弱である。シャドーバンキングの主な活動は銀行持株会社や保険会社など規制を受ける金融機関の活動と密接に絡み合っており、金融システム全体のシステミックリスクを起す原因となる。シャドーバンキング活動は、公式には公的部門の支援を受けていないが、典型的には間接的あるいは暗示的に援護 (enhancement) を受けているとして、シャドーバンキングをグレーな性格を指摘する。

後述する Financial Stability Board (2012) は、シャドーバンキングシステムとは、通常の銀行システムの外の機関と行動を巻き込む信用仲介を行うことである。ストラクチャが銀行に似た機能を果たし、通常の銀行システムと強い関連を持つ場合はシステミックリスクのもととなるとする。

Bakk-Simon et al. (2012) は、シャドーバンキングの定義は明確ではないが、規制を受けている銀行業務の外で行われる金融仲介、流動性、満期の変換に関連した活動と定義する。金融の安定性という観点からすると、短期の無担保資金への依存が引き起こすかも知れないモダンタイプの現代における銀行取付けである点が問題である。規制された金融業務分野への波及経路としては、①資産価格の急速な低下による伝染、②銀行自身あるいはその子会社がシャドーバンキングに関与している場合などであるとする。

Singh and Aitken (2010) は、レベレッジ効果を高める 1 つとして、再担保契約 (Rehypothecation) を指摘する。再担保契約とは、ヘッジファンドなどの証券会社 (ブローカーあるいはディーラー) の顧客が、証券会社に差し入れた有価証券などの担保証券会社が自己の資金調達などのために更に第 3 者、例えば銀行に担保として差し入れる契約のことである。米国では、再担保として、差し入れられる金額に上限 (顧客の証券会社に対する負債額の 140%) があるが、英国にはない。こうした、再担保契約によって、シャドーバンキングが更に水膨れしたと考えられるとする。

今回の金融危機を契機に、2009 年に金融安定フォーラム (Financial Stability Forum)⁶ を発展させ設立された金融安定理事会 (Financial Stability Board : FSB) によれば、銀行の中核機能である Credit Intermediation の機能を果たす銀行以外のすべての機関をシャドーバンクと呼ぶとす

⁶ 1999 年 2 月の G7 ボン会合を機に設立されたとする G 7 などの政府・中央銀行、国際機関による国際フォーラム。国際決済銀行 (Bank for International Settlements, BIS) を事務局とする。

る [Financial Stability Board (2011)]。Credit intermediation の果たす 4 つの機能は、①満期の転換 (maturity transformation)、②流動性の転換 (liquidity transformation)、③レバレッジ効果 (leverage)、④信用リスクの転換 (credit risk transfer) をさすとする。

Kodres (2013) は、上記 FSB の定義を踏まえ、①レポで資金を調達するブローカー・ディーラー、② CP や抵当権付証券を購入する MMMF (money market mutual funds)、③ CP (commercial paper) を発行し家計に信用を供与する金融会社、はすべてシャドーバンクである。なぜシャドーバンクが問題かといえば、最近の金融危機のように、長期資産の価値が将来的に怪しげであると思うと多くの投資家がファンドから手を引こうとすることである。こうしたファイアーセールは、これらの資産価値を下げ、そのほかのシャドーバンクや通常の銀行の資産価格に影響を及ぼし、これら金融機関の健全性に不安をもたらすとする。これらのことが銀行システムの外で起こっている限り、シャドーバンクは独立して (isoletedly) 閉鎖されればよいが現実はいかならない。その理由は、①シャドーバンクの多くが銀行によってコントロールされていること、②シャドーバンクが資金を調達している市場は銀行も資金調達しており、誰が誰を保有しているか等がわからないので市場の変調は銀行に影響を与えること：つまり①シャドーバンクについての情報が不足し、ディスクロージャーが不足していること、②銀行とシャドーバンクのガバナンスや保有構造が不明であること、③規制が緩いこと、④資本不足、⑤流動性不足の際の公的資金供給が欠如しているためであるとする。

一方で、シャドーバンキングを肯定する意見もある。例えば、Claessens et al. (2012) は、シャドーバンクは規制逃れ (regulatory arbitrage) の 1 つという見方もあるが、銀行市場や資本市場が果たせない役割も担っているという側面もある。それは、証券化と担保の仲介 (collateral intermediation) である。しかし、民間の安全資産に対する取付けの危険もはらんでいるとする。

シャドーバンキングについて先行研究からいえることはつぎのようなことであろう。

- ① シャドーバンキングとは、預金保険などによって保護されていない金融取引であり、証券化などによってレバレッジ効果があるものが多い。最近のこうした金融商品の取引は複雑に絡み合っている。
- ② 銀行以外の金融機関は、中央銀行・政府などの公的支援を受けられない。
- ③ 銀行も①の取引に、本体あるいは子会社が積極的に関与しており、①に問題が生じ、その結果②の金融機関が破たんした場合には、銀行システム全体が大きく影響を受けるシステムミックリスクがある。

なお、シャドーバンキングについて当局としてどのように対応すべきかについての代表的な見解は、次のようなものであろう [Financial Stability Board (2013)]。①銀行システム以外の金融業分野のモニタリングフレームワークを作ること、②シャドーバンキングについての監視と規制についての法制を整備すること、③銀行業とシャドーバンキングのスパイルオーバーを弱めるこ

と、④一社あたり借入人限度を守らせること、⑤ MMF (Money Market Fund) への取り付けに対する感受性を弱めること、⑥証券化については、貸出基準が弱まってしまうことを防ぐ仕組み、⑦レポなどの証券金融の仕組みの安定化、⑧シャドーバンキングの政策プログラムや監視・監督活動の強化などであり、これらについては中国当局も十分考慮しながらシャドーバンキングに対応していると思われる。

2.2 中国におけるシャドーバンキングの形態

最初に、中国におけるシャドーバンキングとはどういう形態をとっているかを紹介する。ニューズウィーク (2013) は、中国政府の銀行に対する厳しい融資規制から締め出された金融取引をいうとする。シャドーバンキングが拡大したのは、リーマンショック後の金融緩和から金融引き締めに転じた 2010 年以降で、銀行融資から締め出された中小企業や地方政府傘下の投資会社向けに銀行の簿外取引や信託会社、証券会社を通じた迂回融資が急増した。シャドーバンキングの中身は、「理財商品（中国語では理财产品）」「委託融資」であり、個人が自己資金の範囲内で買っていることが特徴であるとする。

津上 (2013) は、中国のシャドーバンキングは、ノンバンク融資型や証券型など多様だが、資金の借り手側から見ると銀行融資によらない非在来的な資金調達方法、資金の出し手からは高利回りの理財商品への投資ということになるとする。また、日本経済新聞 (2013) によれば、シャドーバンキングは、融資などの伝統的銀行業務以外の金融で、中国では企業による融資、社債、理財商品の一部などが該当するとする。

金森 (2013) は、中国のシャドーバンキング（影子銀行）を次のように整理する。①個人などがアンダーグラウンド（地下銭荘）でインフォーマルに貸し付けるいわゆる民会貸借、②各種信託商品を提供する信託会社、信託会社は銀行からも受け入れ（銀行信託合作）、③銀行が自らの名前で個人などに提供している資産運用商品（理財商品）、オフバランス取引、④企業が銀行に資金を預け入れ、銀行が仲介して他の企業やプロジェクトに貸し付ける委託貸款、オフバランス取引、⑤その他、ネット上での個人間の金融や銀行引受手形（中国語では銀行承兑票）、非金融部門が保有する企業債券などがあるとする。

三浦・佐野 (2013) は、狭義と広義のシャドーバンキングにわけ、狭義には、①理財商品。理財商品は、銀行が個人向けに販売する短期の資金運用商品で、その 63% が元利保証がなく、現地報道では 2013 年 7 月時点で 116 の銀行が 3301 本の理財商品を販売しており、集められた資金は商品別ではなく、一つの勘定にプールされるとする。②信託商品。また、広義には、①委託貸し付け（資金に余裕のある企業が銀行経由で関連子会社やその他の企業に行う貸し付け）②銀行信託協業（銀行が運用目的で調達資金を信託会社に委託、銀行業監督管理委員会は 2011 年末までに銀行のバランスシートに反映するように指示。目論見書に相当する「風険（リスク）揭示書」

が発行される)があるとする。

李・宋(2013)は、中国においても、不動産担保融資の証券化が経営戦略上の重点となっており、その原資産は当初の一般融資や住宅ローンから自動車ローン、中小企業向け融資にも拡大しているとする。

以上の文献を整理すると中国におけるシャドーバンキングは次のような金融商品あるいは仕組みを指すといえよう。

(1) 銀行が関与しない金融商品

民会貸借などの非正規金融ないし庶民金融

株式、債券(通常の社債)

(2) 銀行が仲介しているがオフバランスとなっている金融商品

理財商品

委託貸款

(3) 銀行の与信先が発行している金融商品、銀行が自己資金で購入している金融商品

信託会社の発行する信託

財務会社の債務

このうち、(1)のタイプのシャドーバンキングについては、銀行システムや金融システム全体に影響が出ることは考えにくく、あまり考慮を払う必要はないと思われるので、以下(2)(3)のタイプのシャドーバンキングについて考察することとする。

2.3 中国におけるシャドーバンキングの規模

公表されている統計に基づき、その規模を見てみたい。全金融機関の委託及び信託預金と貸出の残高は、表4のとおりであり、委託及び信託預金と貸出の占めるウエイトは極めて小さい。しかし、この表は金融機関のバランスシートをもとに作成されているので、上記の銀行によるオフバランスの仲介分は除かれているので、過少に表示されている。

2012年より「社会融資規模」が公表されるようになった。これは、オフバランス分も含め全金融機関を対象とした融資の純増部分についての数値であり、中国人民銀行のホームページでは、月ベースで公表されている。残高については不明であるが、委託貸出、信託貸出も、毎年の純増額の10%近くを占めていることが分かる。また、年ごとに変動が大きいのが、銀行引受手形の発行量も増加しており、銀行が保証というオフバランス業務を強化していることが分かる。これら3種類の取引の合計は、2011年で融資全体の19.7%、2012年で融資全体の22.9%、2013年1月～10月までの増加分の28.5%を占めるまでになっている。

ただし、この数値をどのように理解すべきか分からないところがある。融資の純増だとすると、2007年から2013年の累計だけでも、委託貸出6兆8995億元、信託貸出4兆4213億元、合計

表 4 金融機関与受信残高

(各年末、単位：億元、%)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
委託及び信託預金(A)	3525	3135	3216	3955
資金調達(運用)合計(B)	252909	293499	353633	395584
委託及び信託貸出(C)	3208	2581	2397	3035
A/B(%)	1.4	1.1	0.9	1.0
C/B(%)	1.3	0.9	0.7	0.8
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
委託及び信託預金(A)	6014	6673	10509	11538
資金調達(運用)合計(B)	520796	615298	697965	813087
委託及び信託貸出(C)	5336	6354	n.a.	n.a.
A/B(%)	1.2	1.1	1.5	1.4
C/B(%)	1.0	1.0	n.a.	n.a.

(注) 2010 年の委託及び信託預金は委託預金のみ。2011 年および 2012 年の委託及び信託預金は、結構性預金(ストラクチャード預金：仕組み預金)と委託預金の合計。

(出所)『中国金融年鑑』に基づき作成。

11 兆 3208 億元となり、表 4 の 2012 年の委託及び信託預金残高の 1 兆 1538 億円に比べて、後者はオンバランス分だけだとしても、大きすぎるように思われる。なお、統計が公表されている 2002 年からの純増累計は 2007 年からの累計と大差なく、委託貸出は 7 兆 7545 億元、信託貸出は 4 兆 5038 億元となっている。

表 5 社会融資規模

(単位：億元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
委託貸出	3371	4262	6780	8748	12962	12838	20034
信託貸出	1702	3144	4363	3865	2034	12845	16260
未割引銀行引受手形	6701	1064	4606	23346	10271	10499	5963
企業債券	2284	5523	12367	11063	13658	22551	16371
合計	59663	69802	139104	140191	128286	157631	148227
同 合計に対する比率	(単位：%)						
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
委託貸出	5.7	6.1	4.9	6.2	10.1	8.1	13.5
信託貸出	2.9	4.5	3.1	2.8	1.6	8.1	11.0
未割引銀行引受手形	11.2	1.5	3.3	16.7	8.0	6.7	4.0
企業債券	3.8	7.9	8.9	7.9	10.6	14.3	11.0
合計	100	100	100	100	100	100	100

(注) 2013 年は、1 月～10 月までの数字。

(出所)『中国統計年鑑』、中国人民銀行ホームページに基づき作成。

銀行がオンバランス、あるいはオフバランスで貸出や信託預金などの債権を取得している信託公司や財務公司是どのような財務状況にあるのであろうか。

信託公司だけの統計は見当たらない⁷。2012年の統計にある結構性預金1兆1309億元（ストラクチャード預金：仕組み預金）の多くが信託預金であると思われる。2012年と2013年（1月～10月）に信託貸出の額が急増しており、前述したように2007年からの累計では4兆元に上る。

財務公司是、表6のとおりその規模を急速に拡大している。財務公司是、企業や地方政府などが資金の調達や、かつてわが国でも盛んであった財テクを目的とした余裕資金の運用のために設立したファイナンス・カンパニーのことである。

表6 財務公司的規模

（単位：億元）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
資産合計	8522	9941	12642	15674	18202
うち同業（金融業）への資金放出	3005	3156	3565	4084	5069
うち一般貸出	3974	5109	5626	7266	8504
預金	6630	7241	9696	12010	13531
自己資本	596	762	1451	1873	2302
対総資産比	（単位：％）				
資産合計	100	100	100	100	100
うち同業（金融業）への資金放出	35.3	31.7	28.2	26.1	27.8
うち一般貸出	46.6	51.4	44.5	46.4	46.7
預金	77.8	72.8	76.7	76.6	74.3
自己資本	7.0	7.7	11.5	12.0	12.6

（出所）『中国金融年鑑』に基づき作成。

企業が財務公司是を設立してまで財テクに走るのはどのような背景からだろう。表7は、企業部門の年間の資金循環表であり、2006年では、ネットで大幅な資金不足であったが、2007年には資金過剰に転じている。2008年、2009年では借入が大幅に増加し、2009年では、預金も大幅に増加し、2010年では、ネットでの資金の過不足はないが、預金、借入ともに6兆円を超えている。つまり、2008年のリーマンショック対策としての公共投資の増加によって、企業部門の資金繰りが大幅に改善し、企業によっては大量の余裕資金を抱えるようになり、企業間同士の資金の貸借を中心とした財テクを行うようになったと思われる。

⁷ 日本経済新聞（2013）によれば、信託の規模は信託協会加盟分だけで8兆元。融資は信託融資に分類される。

表 7 非金融企業資金循環表

(単位: 億元)

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
預金	19312	28556	23419	65916	62584
借入	26403	26471	42092	78990	64264

(出所)『中国統計年鑑』に基づき作成。

以上の数値からシャドーバンキングの規模を推定すると、(2)のうちの委託貸出、(3)のほとんどをカバーと思われる信託貸出の合計約 15 兆元に、(2)のうちの理財商品の内、この 2 つ以外に関わる金融商品の合計ということになろう。15 兆元の内、全く銀行が関与しない部分もあると思われるので、銀行が関与しているシャドーバンキングの規模は 10 ～ 20 兆元の巨額（1 元＝16 円で換算すると 160 兆～320 兆円）に上ると推定される。

報道⁸によれば、銀行業監督管理委員会の尚福林主席が高利回りの資産運用標品である理財商品の残高が 2013 年 3 月末で 8 兆 2000 億元（約 130 兆円）に達したことを明らかにしたとする。三浦・佐野（2013）は、シャドーバンキングの規模は 12 の民間金融機関などでさまざまに推測されているが、最小で 14.5 兆元、GDP の 27.9% から最大で 48.7 兆元、GDP の 93.8% であるとする。したがって、銀行の関与するシャドーバンキングの規模は 10 – 20 兆元とするのは大きくは間違っていない。15 兆元とするとそのウエイトはどの程度であろうか。

2012 年の GDP は、51 兆 8942 億元であり、15 兆元はその 28.9% である。また預金は 91 兆 7555 億元であるので、15 兆元はその 16.3% にあたる。

2.4 中国シャドーバンキングに対する IMF の見方

こうした中国のシャドーバンキングの現状について、IMF (International Monetary Fund: 国際通貨基金) はどのような見方をしているのであろうか。

International Monetary Fund (2011) では、中国の金融部門はつぎのような課題に直面しているとする。すなわち、①世界的な金融危機に関連して急速に増加させた信用のその質、②増加するオフバランス取引と非金融仲介化、③急速に上昇した不動産価格の反動、④最近の経済成長パターンに伴う不均衡の増加がそれであるとする。

International Monetary Fund (2013a) では、中国の喫緊の課題は、信用の増加と非伝統的貸し出しを抑制することによって、金融の安定性に対するリスクを抑え込むことである。不良資産と不健全な金融機関の退出をより有効 (robust) で透明性のあるフレームワークで行うことや金融商品に対する政府の暗黙の保証といった受け取り方を除くために預金保険を導入する計画を歓迎

⁸ 日本経済新聞 2013 年 6 月 29 日

するとする。

また、International Monetary Fund (2013b) では、公式の政府債務は GDP の 22%だが、地方政府のオンバランス債務とオフバランス債務を足すと、GDP の 45%になる。しかし、まだ重要な債務を含んでいない。一つは国有企業、例えば鉄道省などの公的債務を含んでいない。しかし一方で、公的部門の外貨準備などの資産も考慮していない。これらも考えると実質の政府債務は GDP の 45—50% になるであろうとする。また、シャドーバンキングについては、非伝統的部門の金融仲介は GDP の約 50%である。このうち一部が銀行の富裕層向けマネージメント商品で賄われているものの銀行預金の 10—15%ほどの規模に過ぎない。中国のシャドーバンキングの特徴は、マーケットベースであることと、その成長が急速すぎることであり、監督機関がそのスピードに追いついていないとする。

3 中国におけるシャドーバンキングの背景

かくも巨額に上るシャドーバンキングの背景はどこにあるのであろうか。これだけ、中国のシャドーバンキングが脚光を浴びている割にその背景はほとんど分析されていない。三浦・佐野 (2013) は、前述したように金融引締めのもとで、地方政府の資金調達に応じるため、シャドーバンキングが推進されてきたと考える。また、実質金利がしばしばマイナスとなる中で、理財商品や信託商品が個人や企業の運用対象として人気を集めたこともあげる。

しかし、金融引締めは 2009 年からでありそれ以前からシャドーバンキングが推進されてきたし、理財商品や信託商品も最近発売された訳ではない。

金森 (2013) は、中国におけるシャドーバンキングは、金融が完全に自由化されていない状況下で、規制の外で市場原理が貫徹した結果であり、中国国内でも改革派を中心に肯定的評価が多いとするが、金融自由化とは金利自由化の意であろうか。確かに、金利に制限のない理財商品によって、金利規制をくぐるという面もあるが、購入者（預金者）からすれば、回収リスクを冒していることになる。

これらもさることながら、中国のシャドーバンキングが銀行を中心としたオフバランス取引として推進されてきた主な背景は、BIS 規制（自己資本比率規制）、為替政策、証券市場の制約 3 つではないかと思われる。

3.1 BIS 規制（自己資本比率規制）の銀行業務に与える影響

中国では、2004 年 3 月に銀行業監督管理委員会によって自己資本比率についての法令が公布され、2006 年 12 月の改正を経て、2007 年 7 月に「商業銀行資本不足率弁法」が施行された。これによって中国の銀行の自己資本は中核資本（Tier 1）が 4%以上、その他資本（Tier 2）とあわせて 8%以上でなければならないと定められた〔古島 (2012) p.52〕。

自己資本比率規制の導入によって銀行の貸借対照表（バランスシート：B/S）はどのような変化を迫られるであろうか。その結果、銀行はどのような行動をとることになるであろうか。簡単なモデルを使って考えたい。

完全競争市場では、銀行は価格すなわち預金市場、貸出市場、インターバンク市場で決定される金利の受け手であり、利益は次のように決定される [Freixas and Rochet (2002), p.54]。

$$\pi(D, L) = (r_l - r)L + (r(1 + \alpha) - rd)D - C(D, L) \quad (1)$$

ただし、 D は、預金、 L は貸出、 r_l は貸出金利、 r はインターバンク金利、 α は預金準備率、 rd は預金金利、 C は一般経費である。

このモデルを、自己資本比率規制が導入され、資本コストも考慮したモデルに拡張する。

まず、貸出を限界的に ΔL 増加させた場合、銀行の B/S は次のような変化を迫られる。限界的とするのは、以下の①で述べるように債務者預金以外の預金はないと仮定するからである。

- ① 貸出額は、貸出先の預金口座に振り込まれるが、債務者強制預金（歩済み預金）の部分（ここでは β とする）を除いて、他の銀行に移転され、自行には残らないと仮定する。
- ② 自己資本比率規制（貸出 / 自己資本を α とする）を守るために、自己資本を調達する。
- ③ 準備預金を中央銀行に積み立てる。
- ④ 資金不足額をインターバンク市場などから調達する。

この結果、銀行の B/S は、限界的に次のように変化する。

表 8 ΔL の貸出による貸借対照表の変化

準備預金	$\lambda \cdot \beta \Delta L$	市場調達	$(1 - \alpha - \beta + \lambda \cdot \beta) \Delta L$
貸出	ΔL	債務者預金	$\beta \Delta L$
		資本	$\alpha \Delta L$

ただし、

α = 自己資本比率

β = 債務者拘束預金比率（歩済み率）

λ = 預金準備率

である。

この時、銀行の限界的な収益（税引き後・配当後： $\Delta \pi$ ）は、次のとおりとなる。

$$\Delta \pi = [\langle \ln + r \cdot \lambda \cdot \beta - i(1 - \alpha - \beta + \lambda \cdot \beta) - d \cdot \beta \rangle \Delta L - c \langle 1 + \lambda \cdot \beta > \Delta L \rangle \cdot (1 - t) - di \cdot \alpha \Delta L \quad (2)$$

ただし、

$\Delta \pi$ = 最終利益

ln = 貸出金利

r = 準備預金金利

i = インターバンク金利

d = 預金金利

c = 経費率

t = 税率

di = 配当率

このうち、税率は外生変数であり、人件費を主とした経費率は労働市場によって、また配当率も資本市場によっておおその水準が決定される外生変数である。金融市場に関係する変数のうち、預金準備率は中央銀行によって決定され、個々の銀行にとっては外生変数である。中国では、後述するように準備預金にも付利される。債務者預金比率（歩済み）もほぼ貸出市場の状況によって決定される。定期預金金利は、基本的には金融政策の一環として中央銀行によって決定される。

中国の場合、貸出金利も中央銀行である中国人民銀行によって規制されているが、自己資本比率規制が導入されたことにより、どの程度の利ザヤを銀行が上げなければペイラインに達しないかを理解するために、銀行が定期預金金利に利ザヤを上乗せして貸出せると仮定する。

2013 年 11 月における中国の各係数はおおよそ次のとおりである。

$$\alpha = 0.08$$

$$\beta = 0.20$$

$$\lambda = 0.2$$

$$ln = \text{貸出金利} = dt + m \quad (\text{ただし、} m \text{ は マージン : 利ザヤ})$$

$$r = \text{準備預金金利} = dt + 0.01$$

$$i = \text{インターバンク金利} = dt + 0.02$$

$$dt = \text{定期預金金利}$$

$$dl = \text{流動性預金金利} = 0\%$$

$$c = \text{経費率} = 0.1$$

$$t = \text{税率} = 0.25$$

$$di = \text{配当率} = dt + 0.03$$

なお、王 (2005) によれば、中国の拘束預金比率は約 20% であるとされるので、 β は 20% とした。前述のとおり、中国では準備預金にも付利されており、その金利は貸出金利より約 3% 低く、したがって預金金利より 1% ほど高いことになる。したがって、中国の場合、準備預金に対して、 $\lambda \cdot \beta \cdot (d + 0.01) \Delta L$ の追加的な収入が得られることになる [中国の預金準備制度については、斉 (2010) 参照]。

インターバンク金利は、理論的には準備預金金利よりも高くなるはずであり、定期預金金利プ

ラス 2%と仮定する。また債務者預金は流動性預金の場合と、定期預金の場合がありうる。なお、実際の各種金利は、表 9 のとおりである。

表 9 主要金利

(単位：%)

	流動性預金	定期預金	貸出金利	準備預金
2008 年末	0.36	2.25	5.31	1.62
2010 年末	0.36	2.75	5.81	1.62

(注) 流動性預金は活期預金、定期預金は 1 年、貸出金利は、6 か月～1 年。準備預金は強制分。

(出所)『中国金融年鑑』に基づき作成。

経費率（業務及び管理費の対総資産平残比率）については、2011 年で、中国工商銀行 0.48%、中国銀行 0.96%、中国建設銀行 1.25%、中国農業銀行 1.22%であるので、1%とする。また、税率については、基本法人所得税率は 25%であり、実際にこれらの銀行が 2011 年の税引き前所得に対して支払った法人税は所得の 22～23%であった。

配当率は、資本市場が正常に機能していれば、安全資産である定期預金金利やインターバンク金利より高くなるはずで、定期預金金利より 3%高いと仮定する。

こうした前提のもとで、限界利益がゼロつまり式 (1) の $\Delta \pi = 0$ とすると、式 (1) は次のように転換される。

ケース 1 債務者預金が定期預金でおかれると仮定

$$m = 0.0266dt + 0.0284$$

ケース 2 債務者預金が流動性預金でおかれると仮定

$$m = -0.1734dt + 0.0284$$

表 10 最小限必要とされる利鞘（マージン）

	ケース 1	ケース 2
定期預金利率 2%	2.89%	2.49%
3%	2.91%	2.32%
5%	2.97%	1.97%
10%	3.11%	1.11%

表 10 は、20%程度の流動性預金(金利ゼロと仮定)を歩済み預金として積み立てさせたとしても、定期預金金利が 3%であれば、定期預金金利に 2.32%上乗せした金利を貸出金利としないとまったく利益が出ないことを意味する。定期預金で積み立てさせた場合は、それ以上の利ザヤが必要となる。

一方、債務者にとっては、強制預金分についても貸出金利が科せられるので、実質借入金利は

中国におけるシャドーバンキングーBIS 規制、金融政策、証券市場の銀行行動に与える影響についてー

次のとおりとなる。

$$Rbr = (dt+m)/(1 - \beta) \quad (2)$$

ただし、Rbr は実質借入金利である。債務者預金が借入額の 20% 要求され、種類が流動性預金であるとする実質金利と実質マージンは表 9 のとおりとなり、定期預金金利が 5 %、上乗せ金利が 3% であるとする、実質金利は 10%、つまり定期預金金利より 5% 高くなる。

表 11 強制預金がある場合の実質借入金利 (単位：%)

定期預金金利	表面借入金利	実質借入金利	実質マージン
3%	6%	7.50%	4.50%
4%	7%	8.75%	4.75%
5%	8%	10%	5%
7%	10%	12.50%	5.50%
10%	13%	16.25%	6.25%

かくして、BIS 規制の導入によって、金融市場では次のような変化が起こる。

- ① 銀行にとっては、優良顧客とはいえ、マージンを上げなければ、貸出は採算に乗らなくなる。
- ② 借入人にとっては、実質金利負担は更に重くなる。
- ③ 預金者にとっては、直接借入人に貸出ができれば、銀行預金より相当高い利息を得る機会が生まれる。

こうして、銀行が金融取引を仲介しながら、自行の勘定を通さない理財商品や委託貸出、委託預金などの銀行が実質的には仲介しながら表面的には、オフバランスとなる非仲介化 (disintermediation) が生じる。これが中国のシャドーバンキングの第 1 の背景である。

3.2 中国金融政策の銀行経営に与える影響

次に、中国の金融政策のうちでも、為替政策と預金準備率操作について、それらが銀行経営に与える影響について考える。

3.2.1 為替政策

中国は 2005 年 7 月 21 日にそれまでの米ドルに対する管理フロート制 (実質的にはドルに対する固定相場制) から複数の主要通貨に対するバスケットの指数の変化を参考にして為替レートの管理と調整を行っていくとして、通貨バスケット制度に移行すると発表した。

その後、実質実効為替レートは 2005 年を 100 として、2008 年 119.189、2019 年 118.712、2010 年 121.916、2011 年 128.860、2012 年 128.793 と上昇してきた⁹。ただし、2000 年を

⁹ International Monetary Fund ホームページによる。
<http://elibrary-data.imf.org/DataReport.aspx?c=1449311&d=33060&e=161868>

100 とすると 2005 年は 92.49 と人民元安になっていていたこともあり、リーマンショック前まで経常収支は大幅な黒字が続き、また直接投資を中心とした外資の流入も好調であったので、為替レートに対して大幅な上昇圧力が働いてきた。式で示すと次のとおりである。

$$CA = -FA = -(CCI + FCI) = -(FR + OCCI) - (FDI + OFCI)$$

$$CA + FDI = -(FR + OCCI) - OFCI$$

ただし、CA＝経常収支、FA＝資本収支、CCI＝対外投資、FCI＝外国投資、FR＝外貨準備、OCCI＝外貨準備以外の対外投資、FDI＝中国への直接投資、OFCI＝その他の外国投資であり、対外投資の流出は－、外国投資の流入は＋でしめす。

したがって、経常収支と直接投資が外貨の売り圧力として働き、そのままでは外貨安、人民元高となる。これを回避するための人民銀行による介入が続き、表 11 が示す通り、外貨準備が大幅に増加してきた。[中国の外国為替制度については、古島（2012、補論 2 外国為替市場と金融政策への制約）参照]。

表 12 国際収支指標

（単位：億ドル）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
経常収支	1608	2532	3540	4124
直接投資流入	791	780	1732	1904
経常収支と直接投資流入	2399	3312	5272	6028
外貨準備増加	-2073	-2468	-4609	-4783

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
経常収支	2611	2378	2017	1931
直接投資流入	1502	2730	2717	2534
経常収支と直接投資流入	4113	5108	4734	4465
外貨準備増加	-3821	-4696	-3848	-965

（出所）『中国統計年鑑』に基づき作成。

3.2.2 預金準備率操作

介入によるパワード・マネー（ベース・マネー）の増加によって、市中銀行には貸出増加圧力が働くので、マネー・サプライの増加とインフレを回避するために、介入の不胎化の必要が出てくる。国債の買いオペレーションなどが伝統的な手段であろうし、わが国の場合は、外貨準備の保有は中央銀行ではなく政府であるが、政府による債券発行（為券：外国為替証券）によって、間接的な不胎化が図られている。

中国の場合は、人民銀行自身による債券発行と預金準備率の増加によって、不胎化を図ってきた。外貨準備が急増し始めた 2002 年では、預金準備による割合が高かったが、2005 年では、外貨準

備の 3 分の 2 が預金準備で、3 分の 1 が債券発行によって賄われていた。預金準備率を引き上げていかなければ、過剰準備となり、マネー・サプライの増加要因となるので、外貨準備の増加に伴って預金準備率が間断なく引きあがられてきた。

債券発行残高は、2008 年をピークに減少に向かい、外貨準備のほとんどは預金準備によって賄われる状態が続いている。外貨準備を債券発行によらず預金準備の増加によって不胎化することとした理由は、第 1 に債券発行と比較すると、手続きが容易であること、第 2 に中国の場合、預金準備には金利が支払われるが、定期預金金利より安く、債券発行よりコストが安いことが考えられる。

表 13 中国人民銀行の主要勘定と金融関連指標

(単位：％、倍率)

		2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
外貨資産	対小計比	51.5%	58.3%	68.1%	68.8%	73.3%	77.1%
対預金銀行貸出	対小計比	21.6%	19.9%	13.6%	8.5%	5.6%	4.9%
その他金融機関貸出	対小計比	20.7%	16.1%	14.4%	19.6%	18.7%	8.0%
対政府債権 (国債)	対小計比	6.2%	5.6%	3.9%	3.1%	2.4%	10.1%
小計 (E)		100%	100%	100%	100%	100%	100%
準備預金	対小計比	44.2%	45.5%	54.2%	43.7%	42.9%	43.5%
債券残高	対小計比	3.2%	5.7%	16.1%	22.0%	25.4%	21.3%

		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
外貨資産	対小計比	81.7%	84.4%	85.6%	86.8%	85.2%
対預金銀行貸出	対小計比	4.2%	3.3%	3.8%	3.7%	5.9%
その他金融機関貸出	対小計比	6.0%	5.2%	4.5%	3.9%	3.5%
対政府債権 (国債)	対小計比	8.1%	7.1%	6.1%	5.6%	5.4%
小計 (E)		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
準備預金	対小計比	46.3%	46.6%	54.3%	81.9%	89.0%
債券残高	対小計比	23.0%	19.1%	16.1%	8.5%	4.9%

(出所)『中国金融年鑑』『中国統計年鑑』に基づき作成。

過剰準備を吸収するために、表 14 のとおり、預金準備率¹⁰は間断なく引き上げられ、2011 年 6 月からは、21.5%にまでなった。2013 年 12 月現在では 20%にまでなったが、市中銀行からすれば、吸収した預金の 20%が準備で吸い上げられるという構造となっている。為替レートを実質的に米ドルに対して固定しようとする為替政策の下で、そのファイナンス手段として準備預金制度が利用されてきたという構造は、今後為替介入がなくなっても、既存の外貨準備に関する部分

¹⁰ 中国の預金準備率は、農村信用組合、都市信用組合、農村信用銀行、その他金融機関などの種類によって異なり、その他金融機関は大手とその他によっても異なる [斎 (2010)]。本論文では大手金融機関に適用される率を標準としている。

については預金準備に頼らざるを得ないと思われる。もっとも、預金準備を減少させる分、人民銀行が自身の債券発行を増やそうとするなら別の話であるが。

表 14 預金準備率推移

(単位: %)

2008 年 12 月	2010 年 1 月	2010 年 2 月	2010 年 5 月	2010 年 11 月	2010 年 11 月
15.5	16	16.5	17	17.5	18

2010 年 12 月	2011 年 1 月	2011 年 2 月	2011 年 3 月	2011 年 4 月	2011 年 5 月
18.5	19	19.5	20	20.5	21

2011 年 6 月	2011 年 11 月	2012 年 2 月	2012 年 5 月
21.5	21	20.5	20

(注) 大手金融機関への適用レート。

(出所) 中国人民銀行ホームページに基づき作成。

<http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/610/index.html>

3.3 低迷する株式市場の銀行行動への影響

BIS 規制が導入され、貸出などの資産を増加させようとするれば、相当なスプレッドを確保するか、新規に株式を発行して自己資本を増加させねばならない。2001 年 12 月に中国は WTO (World Trade Organization; 国際貿易機関) の正式メンバーとなったが、交渉の過程で外国金融機関の中国市場参入を段階的に認めてゆくこととなり、中国の銀行なかんずく 4 大銀行は、不良資産対策もあり、近代化を迫られることになった。こうした中、2004 年 1 月に、資本市場の強化方針が打ち出されたこともあり、2006 年 10 月の工商銀行を皮切りに、2010 年 7 月の農業銀行まで、相次いで中国及び海外での IPO (Initial Public Offering) を進め、4 大銀行すべてが上海市場および香港市場に上場することとなった[古島(2012) p.49-52 など参照]。

そもそも中国の株式市場は、古島(2012、補論 1 中国証券市場)などが指摘するように、上場企業のほとんどが国有企業であること、流通できない株式が多いこと、内外が分離されていること、インサイダー・コントロールの問題があること、機関投資家が少なく個人の投機的投資家が中心であることなどもあり、2007 年 10 月にピークを付けた後、長らく低迷している。こうした中で、新規に株式を発行することは極めて難しく、新規発行は 2012 年で 3127 億元、GDP の 0.3% にすぎず、4 大銀行などの新規調達には応じることはできない状態が続きいている。

海外市場もリーマンショック後の世界市場の混乱のため、中国の銀行が株式を追加発行できる状態ではなくなっている。したがって、BIS 規制を守るための資本市場での調達はほとんど不可能であると考えられる。

表 15 新規株式発行額

(単位：億元、%、指数)

	A 株	H 株、N 株	合計	対 GDP 比	最高株価	最低株価
2005 年	338	1544	1882	1.0		
2006 年	2463	3130	5593	2.6	2698.9	1161.91
2007 年	7722	957	8679	3.3	6124.04	2541.53
2008 年	3457	317	3774	1.2	5522.78	1664.93
2009 年	5004	1073	6124	1.8	3478.01	1844.09
2010 年	9606	2365	11971	3.0	3306.75	2319.74
2011 年	5073	741	5814	1.2	3067.46	2134.02
2012 年	3127	1006	4133	0.8	2478.38	1949.48

(注 1) 2009 年の発行額合計は原資料も不突合。

(注 2) 株価は、上海証券取引所総合指数。

(注 3) A 株は、国内向けに発行される株式。H 株は香港市場、N 株はニューヨーク市場で発行される株式。

(出所)『中国統計年鑑』に基づき作成。

4 銀行行動の変容

以上述べてきたような、環境の変化の中で中国の銀行はどのように対応し、どのような経営成果を上げてきたのであろうか。

表 16 は、2005 年から 2011 年までの主要勘定の年増加率である。預金は 13 - 16%、貸出 11 - 17%と 10%台であり、総資産の伸び率も 14 - 18%となっている。一方で、これまで説明し

表 16 主要勘定の伸び率 (2005 年から 2011 年の年率換算)

(単位：%)

	中国工商銀行	中国建設銀行	中国銀行	中国農業銀行
総資産	15.7	17.8	14.1	18.1
準備預金	30.7	30.6	32.2	32.5
貸出	15.5	17.6	16.4	11
コールマネー	32.3	34.3	24.3	20.6
預金	13.5	16.5	13.2	15.7
純資産	24.5	19	19.6	41.9
利息収支	16.3	17.4	16	38.4
手数料収支	46	47.5	44.3	31.5
営業利益	14.7	16.4	16.1	15
営業費用	19.8	25.8	16.4	56.5
法人所得税	16.9	34.8	9.4	32.1
純利益	33.2	23.8	274	121.2

(出所)『中国金融年鑑』に基づき作成。

てきたとおり、準備預金やコールの取入れは大幅に増加し、中国農業銀行のコールマネーを例外として 30% 台の伸びとなっている。なお、国農業銀行は 2007 年まで不良資産の処理などで業績が低迷しており、その係数は、他 3 行と若干異なっている。一方、収益面では利息収支は貸出・預金の伸び率と同程度の伸び率であるが、手数料収支は、農業銀行を除く 3 行では 44－47%、農業銀行でも 31% の高い伸びとなっている。

収益関連指標の推移は、表 17－20 であり、経費率は年々上昇しているが、営業利益率（閉扉控除後）は、0.9%～1.5% で安定している。これは、経費控除前の利益率が上昇していることを意味する。この結果、ROA（総資産利益率）や ROE（自己資本利益率）は、むしろ上昇しており、良好なパフォーマンスを示している。

表 17 中国工商銀行の収益指標推移

（単位：%）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
営業利益率	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
経費率	1.5	1.4	1.6	1.5	1.7	1.9
ROA	0.7	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
ROE	13.5	16.2	19.4	20.1	22.1	23.4

（注）営業利益率は営業利益／総資産、経費率は経費／総資産、ROA は純利益／総資産、ROE は純利益／純資産である。各比率の分母となる総資産、純資産は前年末残高と当年末残高の合計を 2 で割っている。

（出所）『中国金融年鑑』に基づき作成。

表 18 中国建設銀行の収益指標推移

（単位：%）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
営業利益率	1.3	1.5	1.4	1.0	1.0	1.3
経費率	1.3	1.7	1.7	1.6	1.7	1.9
ROA	0.9	1.1	1.3	1.2	1.3	1.5
ROE	15.0	18.4	20.8	20.8	21.4	22.3

（注）および（出所）は表 17 に同じ。

表 19 中国銀行の収益指標推移

（単位：%）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
営業利益率	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
経費率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5
ROA	0.8	0.9	1.4	1.0	1.1	1.2
ROE	13.7	11.9	18.2	14.9	17.6	18.1

（注）および（出所）は表 17 に同じ。

表 20 中国農業銀行の収益指標推移

(単位：％)

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
営業利益率	0.0	1.1	1.4	1.2	1.2	1.2
経費率	0.2	1.4	0.8	0.9	1.2	1.4
ROA	0.2	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
ROE	13.1	48.8	27.3	20.6	21.7	20.6

(注) および (出所) は表 17 に同じ。

表 21 は、収益を利鞘収支（受取利息一支払利息）と手数料収支（受取手数料一支払手数料）に分け、その合計に占める手数料収支の割合を見たものである。手数料収支の割合は年々上昇し、農業銀行の 18% から他 3 行では 21% ～ 22% にまで上昇している。

表 21 手数料収支の割合

(単位：％)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
工商銀行	6.7	9.1	14.6	14.3	18.3	19.3	21.9
建設銀行	6.8	8.8	14	14.6	18.5	20.8	22.2
中国銀行	6.8	8.8	14	14.6	18.5	20.8	22.2
農業銀行	23.5	11.3	12.7	10.9	16.4	16	18.3

(注) 利鞘収支と手数料収支の合計に占める手数料収支の割合。

(出所) 『中国金融年鑑』に基づき作成。

シャドーバンキングによって、バランスシート上の貸出の増加を抑制し、手数料収支の増加によって収益を向上させ、自己資本を充実させることが可能となる。この結果、対総資産比では、国債保有や準備預金が増加しているため、表 23 のとおり 2011 年で 5.6 – 6.6% とほとんど変化はないが、BIS 規制の対象となる貸出比では、表 23 のとおりいずれの銀行も 12% 台と高い。各銀行にとって、高い自己資本比率を維持しながら、収益を向上させていく手段として、シャドーバンキングは格好の手段であったといえる。

表 22 自己資本比率（対総資産比）

(単位：％)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
中国工商銀行	4.0	6.2	6.3	6.2	5.8	6.1	6.2
中国建設銀行	6.3	6.1	6.4	6.2	5.8	6.5	6.6
中国銀行	4.9	7.3	7.8	7.5	6.3	6.7	6.5
中国農業銀行	1.7	1.7	1.5	4.1	3.8	5.2	5.6

表 23 自己資本比率（対貸出比）

（単位：％）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
中国工商銀行	8.0	13.2	13.8	13.7	12.2	12.4	12.6
中国建設銀行	12.0	11.8	13.3	12.7	11.9	12.7	12.9
中国銀行	10.5	16.0	16.7	16.6	11.3	12.3	12.4
中国農業銀行	2.8	2.8	2.5	9.6	8.5	11.3	12.0

5 シャドーバンキングの評価と展望

金森 (2013) は、中国における学会や金融当局がシャドーバンキングに対して、中小企業金融に一定の役割を果たしていることや、金融サービスの需要の多様化であるなどとして評価していることを紹介している。銀行以外の金融仲介が進むことは、Shaw (1973) がいう金融深化として評価される面もある。

しかし、中国におけるシャドーバンキングは、実質的には銀行業務として行われている部分が中心である。BIS 規制と高率の預金準備率が課せられる中、リーマンショック以降の景気刺激策として、地方政府の財政出動が行われたが、その資金調達の多くが銀行借入れによるものと推測される。地方政府や国有企業などの借入人からはスプレッドの縮小、預金者・資金運用者からは利回りの上昇、仲介者である銀行にとっては、仲介手数料増加による収益増が図れ、市場参加者すべてにとって実質的には銀行業務であるものをオフバランス化した結果、シャドーバンキングが急増してきたと推測される。

中央政府にとってはどうか。経済政策の遂行という点からは、第 2 の財政資金としての銀行の資金を動員するうえで、シャドーバンキングの恩恵を受けてきたと考えられる。金融政策面でも為替政策や、預金準備率操作などが銀行の負担を前提に成り立っている以上、シャドーバンキングを一方的に否定することもできなからう。しかし、金融秩序の維持という点からは、いささか問題である。三浦・佐野 (2013) によれば、理財商品として集められた資金は、商品別ではなく一つの勘定にプールされるとしており、それこそ銀行業務そのものに他ならない。貸出先が返済不能となれば、オンバランスかオフバランスかを問わず、銀行が fiduciary rule（善良なる管理者の注意事務）を守っているかが問われることになる。特に中国では、預金保険はなく、オフバランスであったとしても預金者は国家の銀行であると信じて預金していると思われるからである。

したがって、まず理財商品などの預金類似商品をオンバランスにする必要があろう。前述したように、理財商品の規模は 8 兆元ということなので、6000 億元ほどの自己資本を充当しなければならず、現在の自己資本で不足すれば、新規に調達する必要があるが、現在の資本市場では不可能であるので、政府による資本注入ということになる。

しかし中国におけるシャドーバンキングの問題の中心は、それがオンバランスかオフバランスかというところではなく、銀行の貸出先の健全性、返済能力であると考えられる。

中国では、過去にも信託公司や銀行の不良債権が問題となってきた。信託公司のケースは、1980 年代に銀行や中央・地方政府を中心として設立したもので、その数は 1988 年には 745 に達した。銀行は正規の分野として認められていない新規業務への参入ニーズがあり、政府は、所管する予算外資金が増加し、この資金を地方の自主プロジェクトに充てるニーズや、銀行預金金利以上で運用するニーズが発生したことが背景にあり、まさしく今回と同様である。次第に規制が強化され、1990 年代後半には有力な信託公司が破綻し、大幅に再編成がおこなわれ、銀行や政府が信託公司を持つことは禁止された。[占島 (1999) 参照]。

また、4 大国有銀行もかつては主として赤字国有企業向け貸出が不良資産となり、長い間この問題に悩まされてきた。不良資産の総額はピーク時で GDP の約 30% にも達していた。不良資産の分離と処理、銀行本体への資本注入、前述した IPO による自己資本の向上、店舗・人員の削減などのリストラ、外資との提携・上場によるコーポレート・ガバナンスの向上などが行われ、不良資産問題は解決したものと思われていた [銀行の不良資産問題については占島 (2002) 参照]。

景気が減速する中で、地方政府や国有企業の行ってきたインフラ投資、設備投資向け貸出や、赤字企業向けなどの運転資金貸出が不良資産となる可能性は高まっている。このことは、貸出がシャーパーンキングで行われようが、オンバランスで行われようが同じことであるが、シャーパーンキングで行われた貸出の方が審査やモニタリングが甘めに行われてきた可能性は高い。

シャドーバンキングによる分だけとて、推計 10 - 20 兆元のうち、3 分の 1 が不良資産となったとすると、3 - 6 兆元に上る。2011 年末で、4 大銀行合計の自己資本が 3 兆 1000 億元であり、理財商品などオフバランス取引の購入者に補填しようとすれば、自己資本の相当部分が毀損し、政府による資本注入を迅速に行う必要が出てくる。

しかしオンバランスと同様に処理すれば、低利に甘んじてきた一般預金者の反発を招くことになる。一方で、オフバランスであることを理由に何らの補てんもしなければ、「国家」であることをバックに支えられてきた金融システムの根幹が揺らぐことにもなりかねない。

いずれにせよ、これまでオフバランス取引として行われてきた取引は、満期にきた既存分の折り返しも含めてオンバランスの預金・貸出にせざるを得ない。銀行の融資余力は、BIS 規制と準備預金中心の金融政策の下で低下せざるをえず、金融面からも中国経済の成長率低下が懸念される。

参考文献

[英語文献]

Adrian, Tobias and dam B. Ashcraft (2012) *Shadow Banking: A Review of the Literature*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 580, Federal Reserve Bank of New York.

Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009) *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Bank of New York Staff Report, no 382, July.

- Bakk-Simon, Klara et al. (2012) Shadow Banking in the Euro Area: An Overview, Occasional Paper Series, no. 133. European Central Bank.
- Claessens, Stijin et al. (2012) *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF Staff Discussion Note, International Monetary Fund.
- Financial Stability Board (2011) *Shadow Banking: Scoping the Issues*, Financial Stability Board.
- Financial Stability Board (2012) *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, Financial Stability Board.
- Financial Stability Board (2013) *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendation*, Financial Stability Board.
- Freixas, Xavier and Jean-Charles Rochet (2002) *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- Shaw, Edward S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- International Monetary Fund (2011) *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No.11/321, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2013a) *IMF Executive Board concludes 2013 Article IV Consultation Discussions with the People's Republic of China*, Press Release No.13/260, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2013b) *Transcript of a Conference Call on Chinese Article IV Review*, International Monetary Fund.
- Kodres E. Laura (2013) “What is Shadow Banking? Many financial Institutions that act like banks are not supervised like banks” *Finance and Development*, June International Monetary Fund.
- McClulley, Paul A. (2007) “Teton Reflections”, September, 2007.
- <http://www.pimco.com/EN/Insights/Pages/GCBF%20August-%20September%202000>.
- Pozsar, Zoltan et al. (2013) “Assessing the Shadow Banking System,” *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York.
- Singh, Manmohan and Japnes Aitken (2010) *The (sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System*, IMF Working Paper, International Monetary Fund.

[邦文献]

- 王京濱 (2005) 『中国国有企業の金融構造』御茶の水書房。
- 金森俊樹 (2013) 『中国のシャドーバンキング：その国内評価とリスクへの政策対応』大和総合研究所。
- 古島義雄 (1999) 「信託会社の救済に万全を尽くすべし」『論争 東洋経済』5月号。
- 古島義雄 (2002) 『アジア 中国 日本 ―企業と金融の改革―』シグマ米スキヤピタル。
- 古島義雄 (2012) 『中国金融市場論― 21 世紀初頭における地域的多様性を中心として―』晃洋書房。
- 斎中凌 (2010) 「中国の準備預金制度と金融機関の準備保有行動」『三田商学研究』第 53 巻第 1 号。
- 津上俊哉 (2013) 「影の銀行の謎を解く」『Voice』9月号。
- ニューズウィーク (2013) 「シャドーバンキングの秘密」『ニューズウィーク日本版』2013 年 9 月 3 日。
- 日本経済新聞 (2013) 『揺れる中国「影の銀行」』2013 年 7 月 29 日～8 月 2 日。
- 三浦有史・佐野淳也 (2013) 『シャドーバンキングが映しだす中国の構造問題―消費主導型経済への転換を阻害する地方の権益構造―』日本総合研究所。
- 李欣偉・宋嬌 (2013) 「シャドーバンキング：中国の金融安定に向けた監督の重点」『季刊中国資本市場研究 2013 Spring』野村総合研究所。

Shadow Banking in China: An Analysis of Effects of BIS Guidelines, Monetary Policy and Capital Markets on operation of Banks

Yoshio Kojima

Abstract

When estimated from the number that has been published, the size of the shadow banking in China in which banks participate directly or as lenders is RMB 10-20 trillion. RMB 15 trillion is equal to 29 percent of GDP or 16% of total deposits. Capital adequacy requirements or BIS Guidelines introduced in 2007 is the first background of the shadow banking. The second is the monetary policy to fix the RMB exchange rate against the United States dollars in substance. Intervention amounts increased significantly, and to sterilize the monetary expansionary effect, they have relied on reserves of banks as the funding source at the central bank. The third is a slump in the capital market. After putting a peak in 2007, sluggish stock prices have made impossible for banks to issue new shares. As an economic stimulus after the Lehman shock, fiscal expansion of local government was carried out, and many of its funding is estimated to be due to bank loans. Thus, off-balance transactions are advantageous for all parties, and shadow banking has been increasing rapidly.